

利上げで日銀は債務超過に陥るのか ～その試算と問題の本質～

2024年1月10日

愛宕伸康

楽天証券経済研究所

チーフエコノミスト

(東京財団政策研究所 主席研究員)



Step 1 イールドカーブコントロール（YCC）の無効化

- ➡ YCCとは、短期金利をマイナス0.1%、長期金利（10年）をゼロ%に誘導する金融政策運営。
- ➡ 長期金利が市場メカニズムによって決定される、ごく当たり前の（正常な）債券市場に戻す。

Step 2 マイナス金利政策の解除

- ➡ マイナス金利政策を解除し、普通の金融緩和に移行する。
- ➡ 2013年の共同声明との関係をどう整理するか。

22年9月黒田東彦総裁記者会見

- 8月の債券市場サーベイをみますと、債券市場の機能度判断DIは、前回5月の調査との比較でマイナス幅が拡大しています。・・・日本銀行としては、従来から国債市場の機能度に配慮して様々な手段を講じてきました。・・・債券市場の動向については、引き続き注意深くみていきたいと思っています。

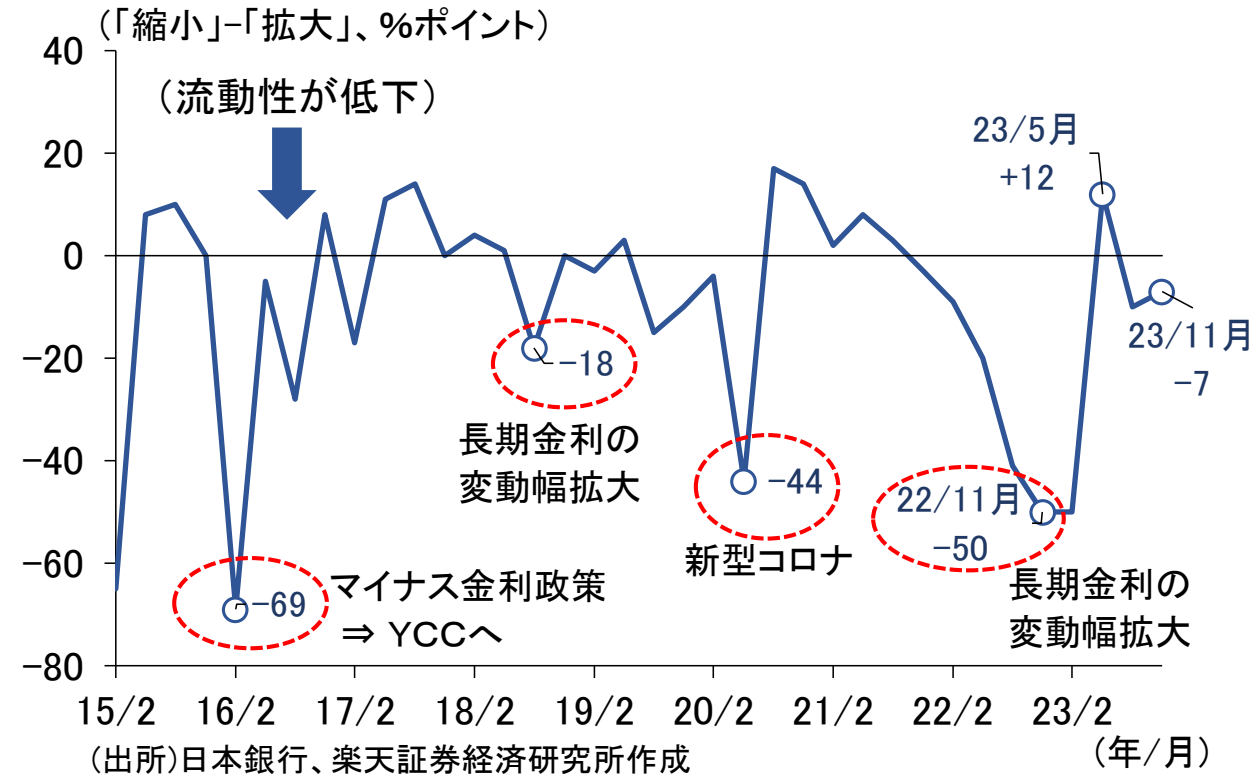
(出所) 日本銀行、楽天証券経済研究所作成



22年12月、長期金利の変動幅拡大

債券市場サーベイ

ビッド・アスク・スプレッドに対する質問
(3ヶ月前と比べた変化)



内田副総裁の7月7日の発言

- (市場機能への副作用について問われ) イールドカーブがスムーズになっているのは事実。ただ、コントロールしている以上、市場機能に影響を与えていることは強く認識している。
- (見直しは)いかにうまく金融緩和を継続するかという観点からバランスをとって判断していきたい。

(出所) 日経新聞 (7月7日)、楽天証券経済研究所作成



7月28日、長短金利操作の運用を柔軟化

植田総裁の9月9日の発言

- 賃金上昇を伴う持続的な物価上昇に確信が持てた段階になれば、大規模な金融緩和策の柱であるマイナス金利政策の解除を含めいろいろなオプションがある。
- 年末までに十分な情報やデータがそろそろ可能性はゼロはない。

(出所) 読売新聞 (9月9日)、楽天証券経済研究所作成



10月31日、さらに運用を柔軟化

Step 1

23年10月の政策修正でStep1は完了



氷見野副総裁の講演（12月6日）

- 出口を良い結果につなげることは十分可能と考える。
- 全部青信号が灯るということも、全部赤信号という状態もないわけで、…どこかで判断していく必要がある。

(出所) 日本銀行、楽天証券経済研究所作成

植田総裁の国会での発言（12月7日）

- チャレンジングな状況が続いておりますが、年末から来年にかけて一段とチャレンジングになるとも思っておりますので…。

R (出所) 各種メディア、楽天証券経済研究所作成

1 2月金融政策決定会合後の記者会見

- データだけでなくヒアリングも重視していくという姿勢。
- 1月に向けて、新しいデータはそんなに多くない。ただ、支店長会議もあるし、地方を含めた様々な情報を吸い上げることもできる。

(出所) 日本銀行、楽天証券経済研究所作成

植田総裁の発言（12月27日NHK）

- 1月の支店長会議ですごい楽観的な…そこからかなりの情報が得られるという可能性もゼロではない。

(出所) NHK、楽天証券経済研究所作成

公表時間
12月27日（水）8時50分



2023.12.27
日 本 銀 行

金融政策決定会合における主な意見
(2023年12月18、19日開催分)¹

I. 金融経済情勢に関する意見

(経済情勢)

- わが国経済は、緩やかに回復しており、先行きも緩やかな回復を続けるとみられる。ただし、経済・物価の不確実性は、引き続き、きわめて高い。
- 国内経済は全体として底堅く推移している。地政学リスクや海外経済の減速懸念はあるが、個人消費は物価上昇の影響も受けつつも増加基調を維持しているとみられるほか、企業業績や設備投資計画は堅調である。
- 先行きの個人消費については、賃上げの動きが今後も継続し、所得面から個人消費を支えていけるかがポイントとなる。
- 経営リソース強化により自律性の高い企業への成長が可能になるため、比較的規模の大きな中小企業や中堅企業とスタートアップの成長に注目している。
- 円高や海外経済減速に伴う操業度低下への対応策として原価低減の強化が採られると、賃上げ・投資意欲が低下する可能性があるため、中小企業を含む業績計画や経営方針を注視している。

(出所) 日本銀行、楽天証券経済研究所作成

目立ったポイント

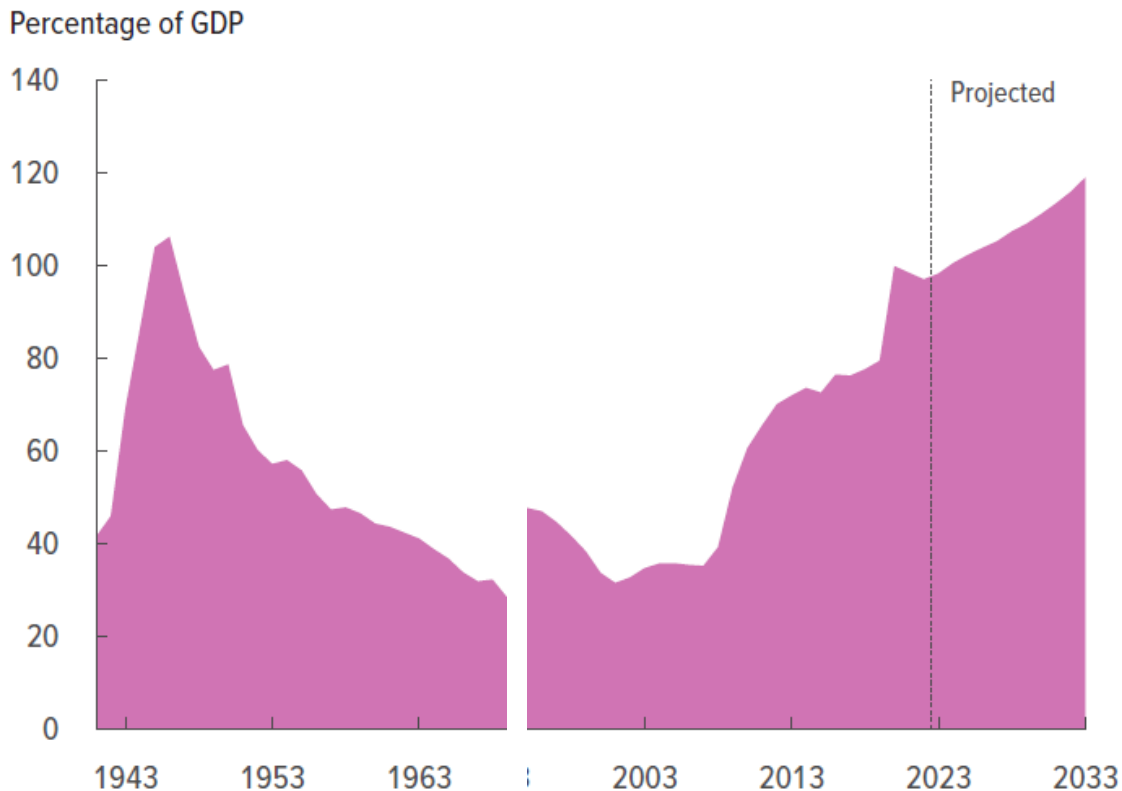
- 物価に関する意見を見ると、全体的なトーンが前向きに。
- 中小企業の価格設定行動や賃上げに注目しているといった意見が目立ち、支店長会議の重要性を示唆している。
- 金融政策に関する16個の意見のうち、6個が出口に関する意見。すでに金融政策決定会合で出口が議論されていることを示唆している。
- 「巧遅は拙速に如かず」という言葉もある。タイミングを逃さず金融正常化を図るべきとコメントした委員がいる。

(出所) 日本銀行、楽天証券経済研究所作成

	日本銀行	政府	春闘	主な経済指標
2023年10月	MPM(30-31日、展望レポート)		連合の「基本構想」	10月日銀短観(10/2日)
11月		デフレ完全脱却のための経済対策		23年7-9月期GDP(11/15日)
12月	多角的レビューWS①(4日) MPM(18-19日)	24年度予算案	連合の賃上げ要求方針(12/2日)	12月日銀短観(12/13日)
2024年1月	MPM(22-23日、展望レポート)	政治資金規正法違反事件	経労委報告(経営側指針)	令和6年能登半島地震
2月				23年10-12月期GDP(2/15日)
3月	MPM(18-19日)		春闘集中回答(3/15日)	
4月	MPM(25-26日、展望レポート)	衆参統一補選(4/28)		3月日銀短観(4/1日)
5月	多角的レビューWS②			24年1-3月期GDP(中旬)
6月	MPM(13-14日)	定額減税実施 骨太方針?		
7月	MPM(30-31日、展望レポート)	東京都知事選挙(7/7) 米共和党大会(7/15-18)	春闘最終集計(7/5日)	6月日銀短観(7/1日)
8月		米民主党大会(8/19-22)		
9月		自民党総裁選		
10月				
11月		米大統領・連邦議会選挙		24年4-6月期GDP(中旬)

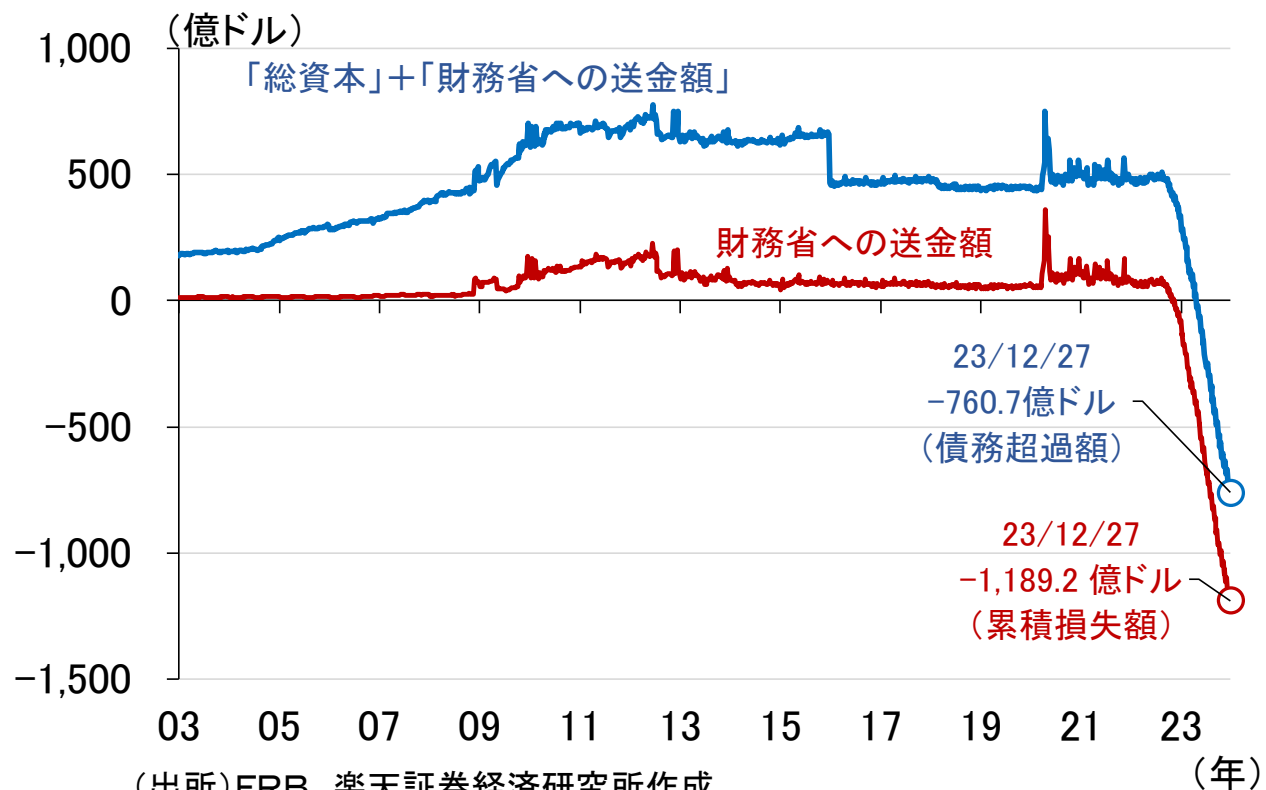
- ✓ 政府債務残高は第二次世界大戦時を凌駕している。
- ✓ FRBは利上げに伴う逆ザヤで債務超過に転落(約11兆円)。

政府債務残高 (CBO推計)



(出所)CBO(An Update to the Budget Outlook 2023年5月)、
楽天証券経済研究所作成

FRBの債務超過額

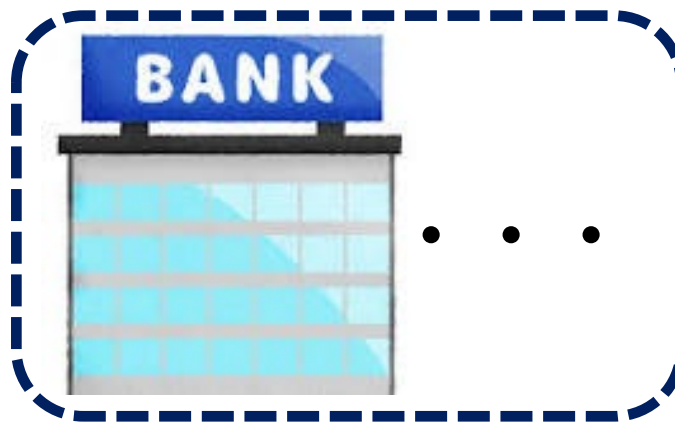


(出所)FRB、楽天証券経済研究所作成

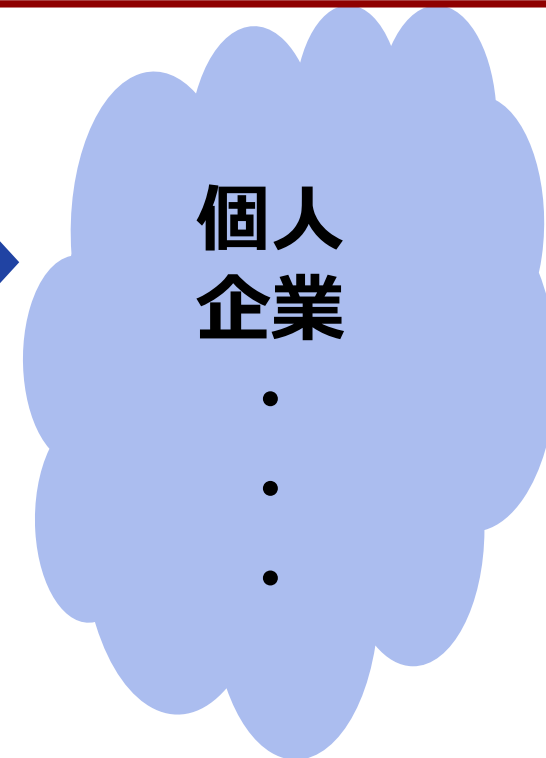
日本銀行



金融部門



実体経済



資産		負債および純資産	
国債	592.3	発行銀行券	124.6
ETF	37.2	当座預金	543.7
貸付金	99.9	政府預金	16.9

資産		負債および純資産	
当座預金	543.7	預金その他	1,326
国債	213		
貸出	600		

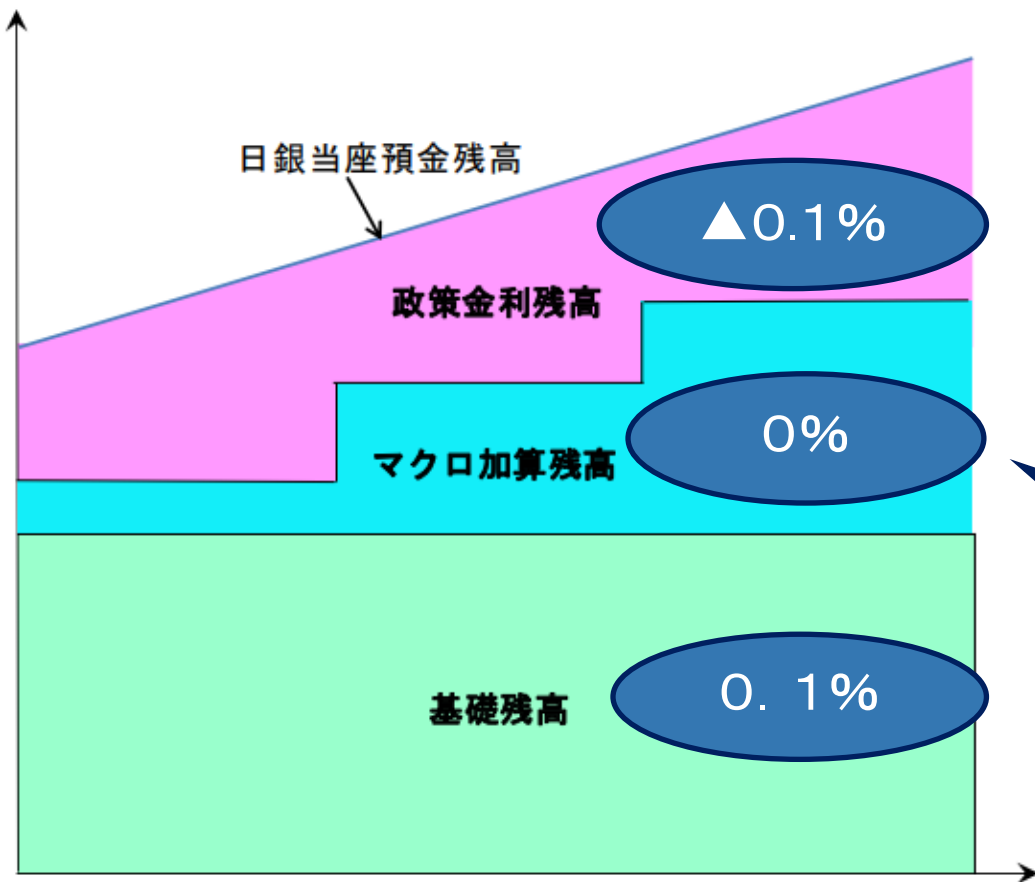
(国債のクーポン)

(政策金利 = 付利)

「国債利息」

「補完当座預金制度利息」

マイナス金利政策のスキーム



政策金利はどうか？

- ➡ 無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0~0.1%程度で推移するよう促す。

2013年1月の共同声明後、同年4月に異次元緩和が始まるまでの政策金利

所要準備額(月中平均残高)に積み上げ日数を掛けた積数金額を、その月の16日から翌月の15日までの間(積み期間)に、日銀当座預金に積み立てなければならない。

ケース①(ベースケース)

- 政策金利(=付利)・・・24年度0.1%、25年度以降0.5%
- 長期金利(10年)・・・24年度1.0%、25年度以降1.5%

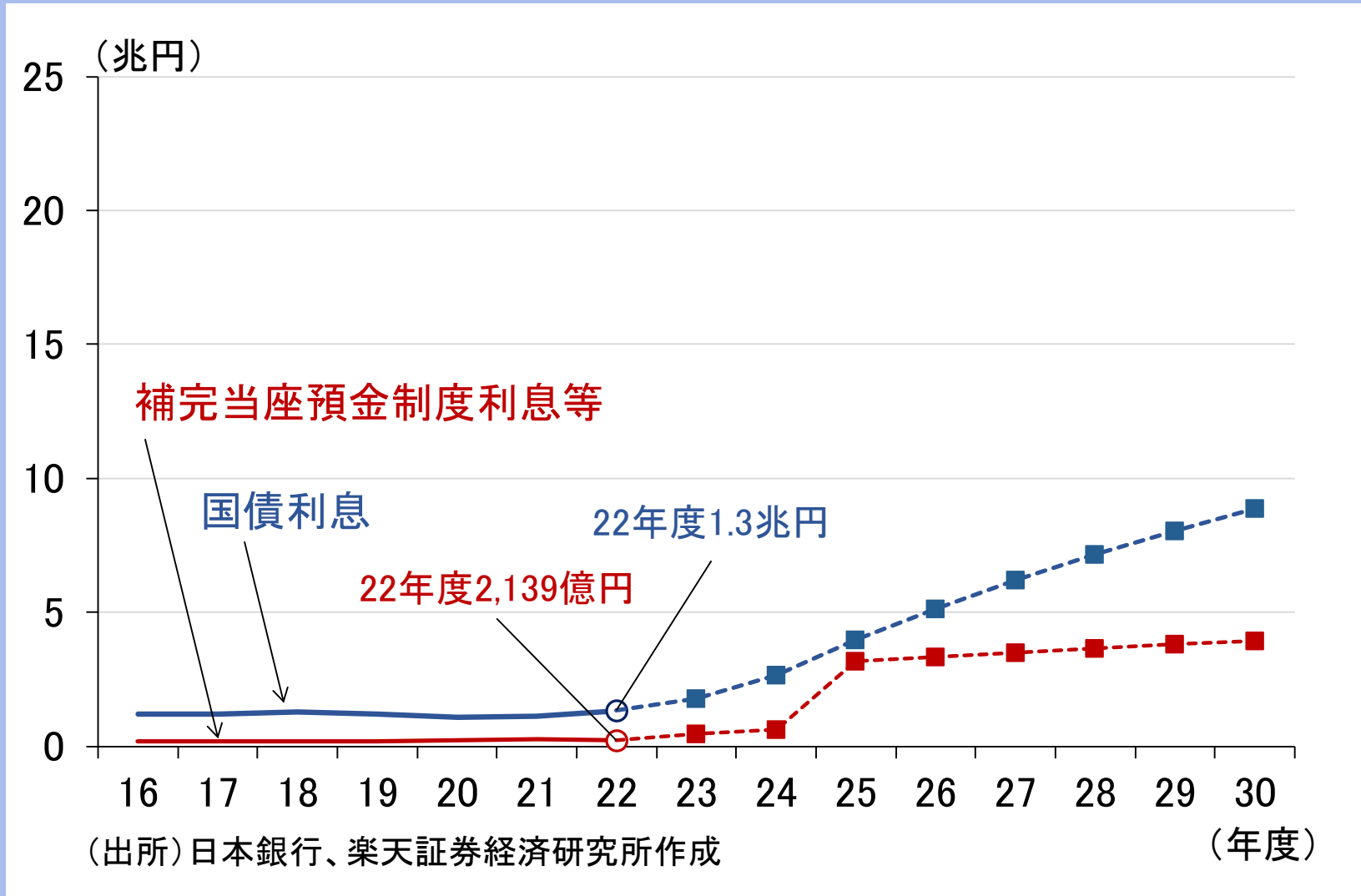
ケース②(穏当な利上げケース)

- 政策金利(=付利)・・・24年度以降1.0%
- 長期金利(10年)・・・24年度1.5%、25年度以降2.0%

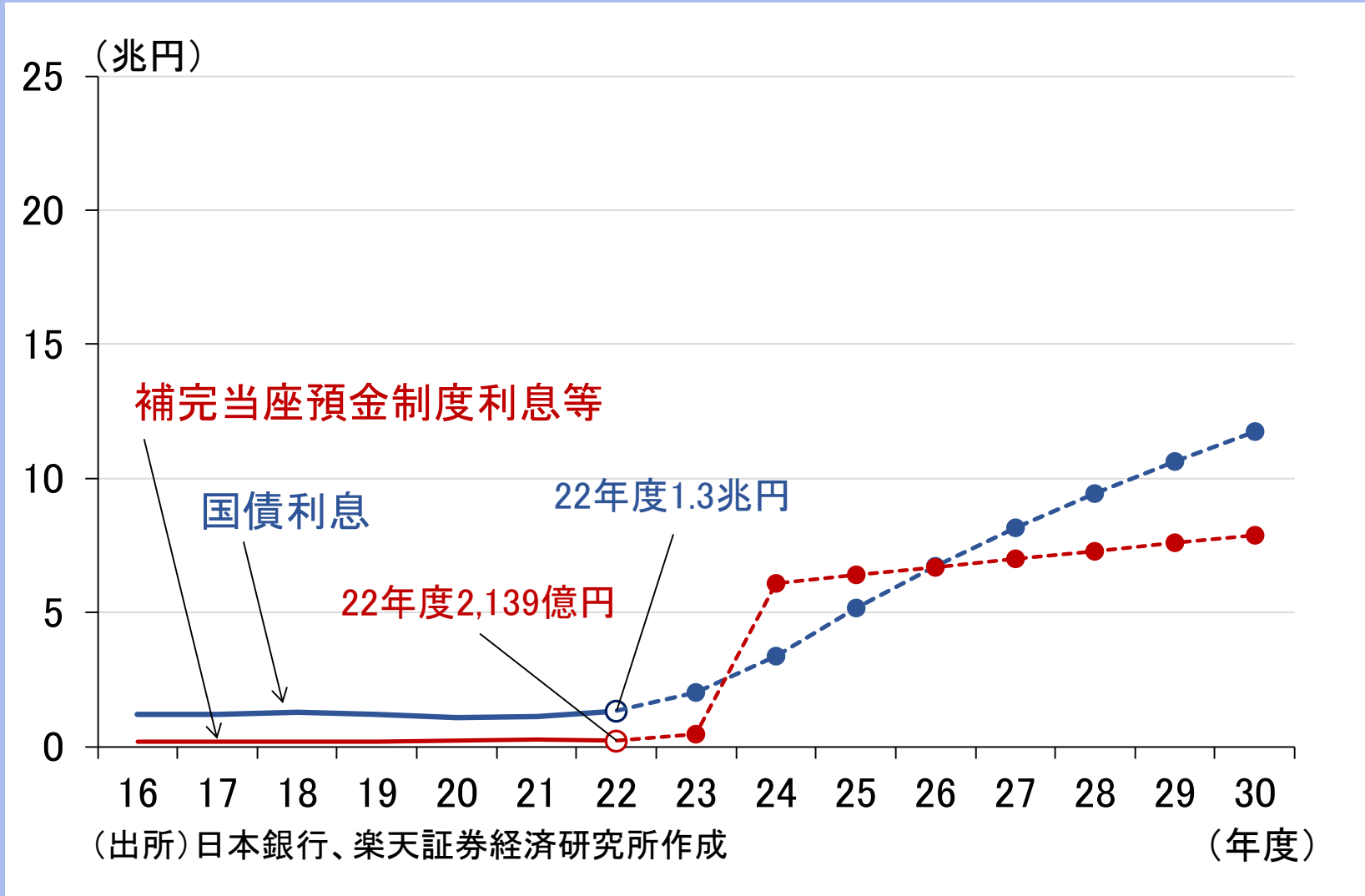
ケース③(積極的な利上げケース)

- 政策金利(=付利)・・・24年度以降2.5%
- 長期金利(10年)・・・24年度1.5%、25年度以降3.5%

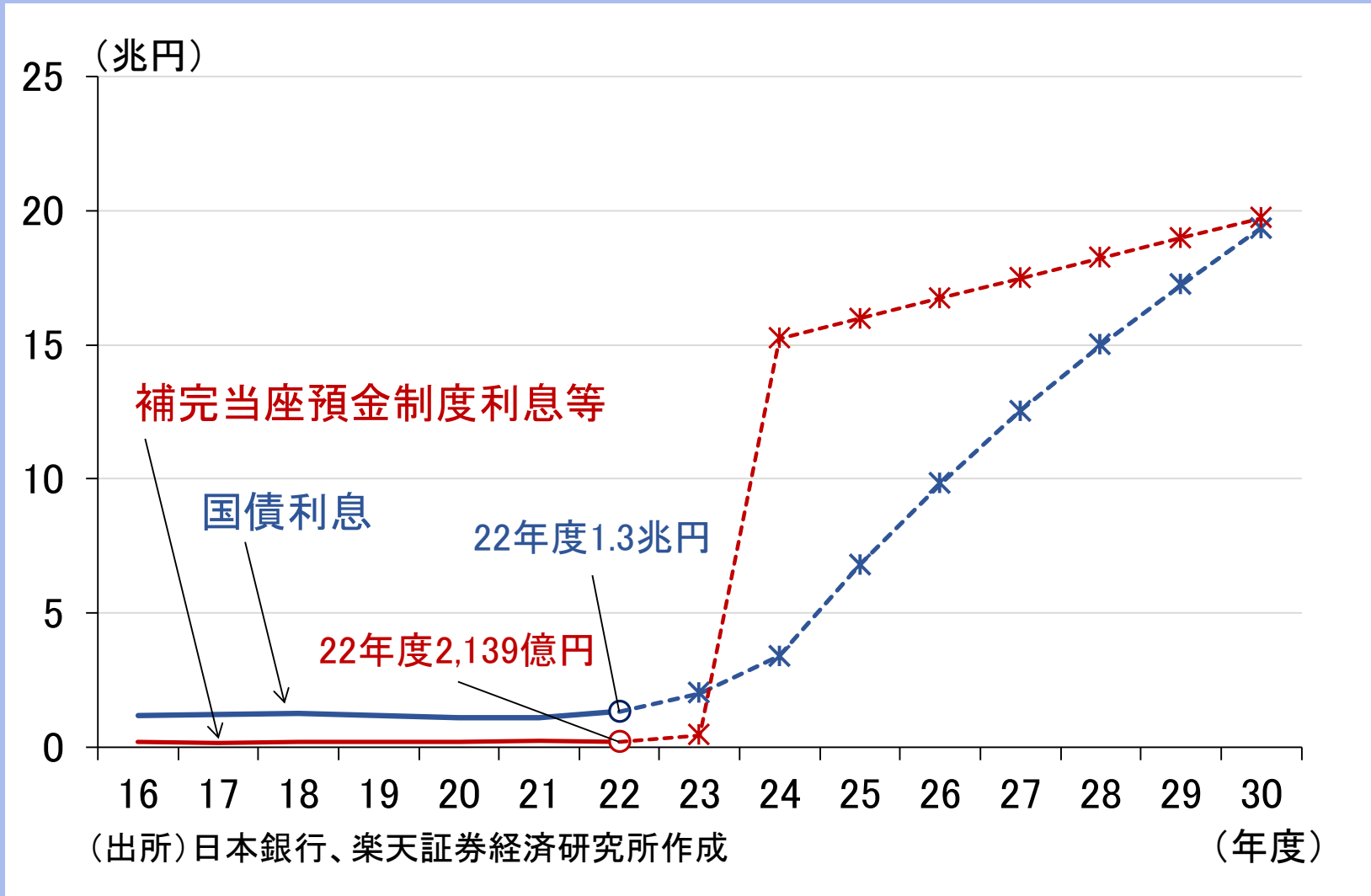
日本銀行の国債利息と利払いの試算



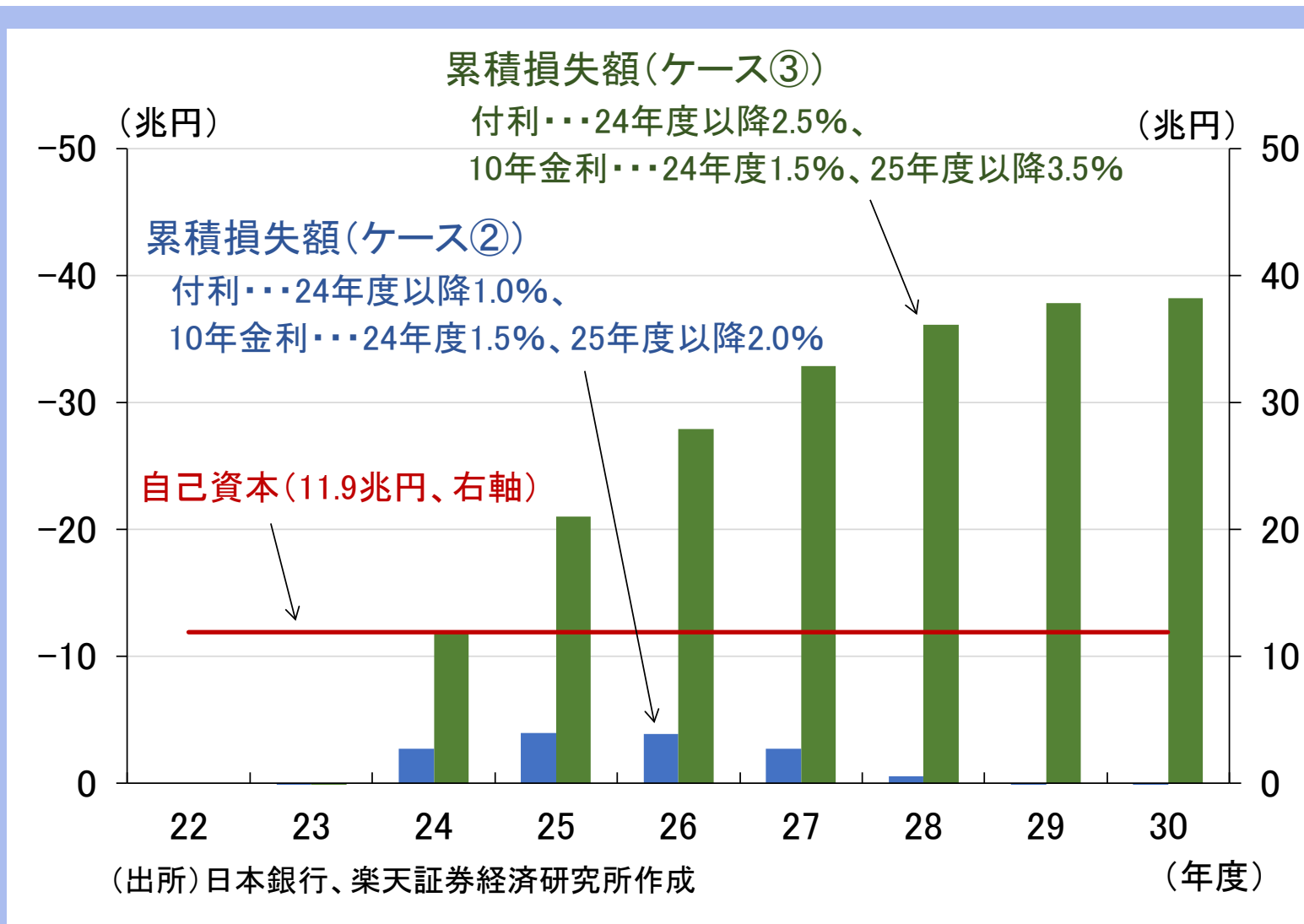
日本銀行の国債利息と利払いの試算



日本銀行の国債利息と利払いの試算



日本銀行の累積損失額と自己資本



ご注意事項

本資料は、勉強会の為に作成されたものであり、有価証券の取引、その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。

投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

本資料及び資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本資料及び資料にある情報の使用による結果について、当社は何らの責任を負うものではありません。

本資料で記載しております価格、数値、金利等は概算値または予測値であり、諸情勢により変化し、実際とは異なる場合がございます。

また、本資料は将来の結果をお約束するものではなく、お取引をなさる際に実際に用いられる価格または数値を表すものでもございませんので、予めご了承くださいようお願いいたします。

外国為替証拠金取引（FX）のリスクと費用等について

外国為替証拠金取引(FX)の取引にかかるリスク

外国為替証拠金取引（FX）は、取引通貨の価格変動や、スワップポイントの支払いにより、損失が生じるおそれがあります。

また、外国為替証拠金取引（FX）は少額の証拠金で、その差し入れた証拠金を上回る金額の取引をおこなうことができるため、大きな損失が発生する可能性があります。また、その損失額は差し入れた証拠金を上回るおそれがあります。

外国為替証拠金取引（FX）の取引にかかる費用等

外国為替証拠金取引（FX）の取引手数料は無料です。なお、取引にあたっては各通貨の売付価格と買付価格には差（スプレッド）があります。

スプレッドは通貨ペアごとに異なります。

証拠金について

〔楽天FX口座〕レバレッジコースに応じて取引金額の4%～100%(最大レバレッジ25倍)の証拠金が必要となります。

(法人のお客様の場合は、取引金額に当社が定める証拠金率(*)を乗じた金額以上の証拠金が必要となります。)

〔楽天MT4口座〕想定元本の4%以上の証拠金が必要となります。(法人のお客様の場合は、想定元本に当社が定める証拠金率(*)を乗じた金額以上の証拠金が必要となります。)

*当社は、金融先物取引業協会が算出した「為替リスク想定比率」以上となる証拠金率を通貨ペアごとに定めております。

「為替リスク想定比率」とは、金融商品取引業等に関する内閣府令第117条第27項第1号に規定される定量的計算モデルを使い算出されるものです。

スプレッドについて【（例外あり）について】

通常時は広告表示のスプレッドでお取引いただいておりますが、為替市場における取引高の低下又は売買が一方向に集中しているなどの状況においてはスプレッドが広がる場合があります。

また、広告表示の値は実際の取引時のスプレッドを保証するものではなく、お客様の約定結果による実質的なスプレッドが広告表示の値と合致しない場合がありますのでご注意ください。

なお、スプレッドの拡大は、以下のような状況において発生する場合があります。

- 平日早朝時（概ね6時30分～7時30分※サマータイム期間中は一時間繰り上がります）
- 国内外の金融市場休場日（海外のクリスマス休暇や年末年始など）
- 主要経済指標の発表前後
- 震災などの天変地異や政変又は金融・経済関連の重大な出来事などの突発事象の発生時

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

店頭CFD取引にかかるリスクと費用等について

CFD取引にかかるリスク

CFD取引は、お取引の対象となる銘柄の価格変動、金利相当額、配当相当額、価格調整額の支払い、各国の経済、社会情勢、金融政策、金融指標等の変動により損失が生じるおそれがあり、投資元本が保証されたものではありません。

また、CFD取引は差し入れた証拠金を上回る金額の取引をおこなうことができるため大きな損失が発生する可能性があり、その損失額は差し入れた証拠金を上回るおそれがあります。

CFD取引にかかる費用等

CFD取引の取引手数料は無料です。なお、取引にあたっては各銘柄の売付価格と買付価格には差（スプレッド）があります。スプレッドは銘柄ごとに異なります。詳しくは取引説明書等をご確認ください。

証拠金について

株価指数CFDは個人口座、法人口座とも取引の額に対して10%以上、商品CFDは個人口座、法人口座とも取引の額に対して5%以上の証拠金が必要となります。

店頭通貨バイナリーオプション取引にかかるリスクと費用等について

店頭通貨バイナリーオプション取引にかかるリスク

当社の取扱う店頭通貨バイナリーオプションは満期時（判定時刻）に権利が自動行使されるヨーロピアンタイプのオプション取引です。取引対象である通貨の価格変動が予測通りとなった場合には利益が得られることもある反面、予想が外れ権利が消滅した場合、支払ったオプションの購入金額を全額失うこととなります。

また、オプションの購入価格と売却価格には差（スプレッド）があり売却時に損失を被る可能性があります。

店頭通貨バイナリーオプション取引にかかる費用等

店頭通貨バイナリーオプション取引の取引手数料は無料です。

オプションの購入価格について

1枚あたりの最大購入価格は999円です。

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会